

EUROPESE CENTRALE BANK

ADVIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK

van 12 juni 2003

op verzoek van de Raad van de Europese Unie inzake een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten, en tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad (COM(2002) 625 definitief)

(CON/2003/9)

(2003/C 144/06)

1. Op 16 december 2002 ontving de Europese Centrale Bank (ECB) een verzoek van de Raad van de Europese Unie voor een advies inzake een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten, en tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad (COM(2002) 625 definitief) (hierna het „richtlijnvoorstel” te noemen).
2. De bevoegdheid van de ECB om een advies uit te brengen is gebaseerd op het eerste streepje van artikel 105, lid 4, van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap (hierna aangeduid als het „Verdrag”) en op artikel 3.3 van de Statuten van het Europees Stelsel van centrale banken en de Europese Centrale Bank (hierna aangeduid als de „statuten”), aangezien het richtlijnvoorstel bepalingen bevat die betrekking hebben op de integratie van de Europese financiële markten, met mogelijke effecten op de financiële stabiliteit. Overeenkomstig de eerste volzin van artikel 17.5 van het Reglement van orde van de ECB is dit advies door de Raad van bestuur van de ECB goedgekeurd.
3. Het richtlijnvoorstel beoogt in de eerste plaats het regelgevend kader betreffende beleggingsdiensten te actualiseren teneinde de fundamentele veranderingen in aanmerking te nemen die de afgelopen jaren op de Europese financiële markten hebben plaatsgevonden. Sinds de goedkeuring van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten⁽¹⁾ (richtlijn beleggingsdiensten) hebben ontwikkelingen in informatietechnologie aanzienlijke gevolgen gehad voor de structuur en efficiëntie van effectenmarkten. Tegelijkertijd is, vanwege de invoering van de euro, het aantal grensoverschrijdende transacties aanzienlijk toegenomen, hetgeen de noodzaak van een daadwerkelijk geïntegreerde Europese effectenmarkt heeft versneld.
4. Tegen deze achtergrond verwelkomt en ondersteunt de ECB in het algemeen genomen het richtlijnvoorstel, dat beoogt het niveau van harmonisatie van regelgeving te verbeteren en uit te breiden tot nieuwe beleggingsdiensten en financiële instrumenten. Het richtlijnvoorstel zoekt een oplossing voor nieuwe kwesties die voortvloeien uit de toegenomen concurrentie tussen effectenbeurzen en nieuwe platforms voor de uitvoering van orders, door regels vast te leggen om te verzekeren dat de verschillende platforms aan dezelfde regels onderworpen zijn en daardoor met elkaar kunnen concurreren, terwijl de bescherming van beleggers, alsook markttransparantie en -efficiëntie gegarandeerd zijn. Om de bovengenoemde doelen te bereiken, legt het richtlijnvoorstel een uitgebreid stel regels vast voor alle handelsplatforms, te weten gereglementeerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) en tussenpersonen die orders van cliënten intern uitvoeren. De ECB is echter van mening dat het richtlijnvoorstel een aantal aangelegenheden verder zou kunnen verduidelijken, zoals hierna wordt uiteengezet.
5. In de eerste plaats, de toepassing van de methode van wetgeving zoals aanbevolen door het Comité van wijzen voor de regulering van de Europese effectenmarkten (Comité van wijzen). In het algemeen verwelkomt de ECB het gebruik van de comitéprocedure in het richtlijnvoorstel, zoals aanbevolen door het Comité van wijzen. Het verslag van het Comité van wijzen beoogt de effectenwetgeving van de EU effectiever, flexibeler en transparanter te maken, opdat adequaat en tijdig op dynamische marktontwikkelingen kan worden gereageerd. In het licht van deze doelstelling is de keuze van rechtsinstrument — richtlijn of verordening — van groot belang. Zoals het Comité van wijzen stelt: „[Richtlijnen] laten lidstaten meer speelruimte om Gemeenschapsrecht ten uitvoer te leggen, maar leiden vaak tot ongelijke omzetting en verschillende interpretaties”. In de terminologie van het Comité van wijzen valt het richtlijnvoorstel in de categorie van „Niveau 1”-wetgeving, d.w.z. „kaderbeginselen”. Het formuleert „belangrijke politieke keuzes die door het Europees Parlement en de Raad van ministers moeten worden gemaakt” op het kerngebied van financiële diensten. Kaderbeginselen dienen ten uitvoer te worden gelegd via communautaire wetgeving

⁽¹⁾ PB L 141 van 11.6.1993, blz. 27.

van „Niveau 2” in plaats van door de lidstaten, omdat een dergelijke nationale tenuitvoerlegging verschillen zou veroorzaken in de wettelijke situatie. Algemene kaderbeginselen dienen in de gehele EU gelijk en uniform van toepassing te zijn. De lidstaten wordt hetzij geen speelruimte gelaten om het richtlijnvoorstel ten uitvoer te leggen, in welk geval het gebruik van een richtlijn niet geëigend is, of hun wordt vrijheid van handelen gelaten, in welk geval de „kaderbeginselen” tot verschillen binnen de EU zullen leiden. Indien rechtshandelingen op zowel „Niveau 1” als „Niveau 2” de vorm van richtlijnen hebben die tenuitvoerlegging behoeven op nationaal niveau, zal dit uiteindelijk geen oplossing bieden voor één van de door het Comité van wijzen geschetste problemen die vertragend werken op de ontwikkeling van de Europese effectenmarkten, namelijk „het ontbreken van duidelijke in heel Europa van toepassing zijnde regelgeving”. Met betrekking tot Niveau 1-„kaderregelgeving” stelde het Comité van wijzen bovendien: „Er dient meer gebruik te worden gemaakt van verordeningen in plaats van richtlijnen. . . Het Comité is van mening dat, waar mogelijk, verordeningen dienen te worden gebruikt”. De ECB ondersteunde de conclusies van het Comité van wijzen, net als in feite de Europese Raad van Stockholm van maart 2001 die het verslag van het Comité onderschreef. De ECB merkt op, dat verordeningen inderdaad belangrijke voordelen bieden boven richtlijnen, aangezien ze rechtstreeks in de lidstaten van toepassing zijn zonder de noodzaak van tenuitvoerlegging via nationale wetgeving. De resulterende uniformiteit op het niveau van algemene kaderbeginselen dient tot communautaire tenuitvoerlegging op „Niveau 2” te leiden waarbij in detail rekening gehouden kan worden met specifieke nationale kenmerken. De noodzaak om tegemoet te komen aan specifieke nationale technische kenmerken doet zich voor op Niveau 2, dat zich bezighoudt met specifieke uitvoeringsmaatregelen, terwijl op Niveau 1 alleen de algemene kaderbeginselen van de betreffende wetgeving worden geformuleerd. De ECB zou er derhalve in het algemeen voorstander van zijn dat in de toekomst verordeningen in plaats van richtlijnen worden gebruikt voor communautaire rechtshandelingen die dergelijke kaderbeginselen bevatten, en dat de tenuitvoerlegging van dergelijke beginselen overgelaten wordt aan „Niveau 2”-wetgeving door middel van de comitéprocedure waarbij rekening gehouden wordt met nationale technische behoeften.

6. Het verslag van het Comité van wijzen benadrukt dat financiële wetgeving een duidelijke en effectieve scheidslijn dient aan te brengen tussen de kaderbeginselen („Niveau 1”) en gedetailleerde uitvoeringsregels („Niveau 2”). In het richtlijnvoorstel is deze scheidslijn echter niet duidelijk. In sommige gevallen worden kaderbeginselen al zeer gedetailleerd geformuleerd (bv. de bepalingen betreffende de voorwaarden en procedures voor de vergunningverlening in hoofdstuk I van titel II). Elders daarentegen zijn kaderbeginselen aanzienlijk abstracter en moet een groot aantal bepalingen door wetgeving op Niveau 2 worden gepreciseerd (bv. de in hoofdstuk II van titel II uiteengezette voorwaarden voor bedrijfsuitoefening van beleggingsondernemingen). De ECB is van mening dat het voorgestelde ontwerp een verdere verfijning zou kunnen aanbrengen

wat betreft de scheidslijn tussen de kaderbeginselen van Niveau 1 en de aan Niveau 2 over te laten gedetailleerde uitvoeringsregels. Als een mogelijk richtinggevend beginsel zou het toepassingsgebied van via Niveau 2-wetgeving vast te stellen regels zoveel mogelijk kunnen worden uitgebreid teneinde een hoge mate van zowel harmonisatie als flexibiliteit te bereiken in de reglementering van de Europese effectenmarkten. Als een specifiek voorbeeld merkt de ECB op dat gedetailleerde uitvoeringsregels op Niveau 2 de in artikel 3, lid 1, van het richtlijnvoorstel uiteengezette „basisdefinities” kunnen verhelderen, voorzover zij verduidelijking behoeven (artikel 3, lid 2). Met name met betrekking tot de definitie van „financiële instrumenten” zou het aangewezen zijn de mogelijkheid op te nemen de lijst in deel C van bijlage I door middel van een comitéprocedure op Niveau 2 te wijzigen, indien nodig binnen bepaalde conceptuele grenzen opdat de reikwijdte van het richtlijnvoorstel niet wordt gewijzigd. Een dergelijk traject zou bevorderen dat algemene kaderbeginselen beschikbaar zijn in één enkele rechtstreeks van toepassing zijnde Europese rechtshandeling met primaat in de gehele EU. Mogelijke algemene criteria voor het gebruik van verordeningen of richtlijnen op Niveau 2 zijn in recente comitédiscussies reeds naar voren gekomen. De ECB zou het eventuele gebruik van richtlijnen voor uitvoeringswetgeving op „Niveau 2” ondersteunen, in gevallen waarin de noodzaak bestaat om in detail rekening te houden met specifieke nationale kenmerken. Ten slotte merkt de ECB op dat in het algemeen de nationale centrale banken van lidstaten (NCB's) nauw dienen te worden betrokken bij de voorbereiding van uitvoeringsmaatregelen betreffende hun respectieve bevoegdheden (bv. clearing- en afwikkelingsystemen: zie ook paragraaf 18 tot 22 van dit advies).

7. In de tweede plaats, de vrijstellingen van het toepassingsgebied van het richtlijnvoorstel. De ECB merkt op dat leden van het Europees Stelsel van centrale banken (ESCB) in artikel 2, lid 1, onder f), en artikel 2, lid 2, worden vrijgesteld van de toepassing van het richtlijnvoorstel. De ECB verwelkomt deze regels, die de reeds in de huidige richtlijn beleggingsdiensten opgenomen vrijstellingen reproduceren en tegelijkertijd rekening houden met het in het Verdrag uiteengezette nieuwe institutionele kader, aangezien, volgens artikel 107 van het Verdrag en artikel 1.2 van de statuten van het ESCB en de ECB, het ESCB bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van alle lidstaten. Meer in het bijzonder actualiseert artikel 2, lid 2, van het richtlijnvoorstel de huidige formulering van artikel 2, lid 4, van de richtlijn beleggingsdiensten. De ECB verwelkomt deze regel, die erkent dat op grond van het richtlijnvoorstel beleggingsondernemingen geen automatisch recht hebben om tegenpartijen te worden van de NCB's. In feite rechtvaardigt de bijzondere aard van de door de NCB's uitgevoerde taken in het Eurosysteem een speciaal wettelijk kader, zoals door het Verdrag en de statuten is vastgesteld, waar secundaire wetgeving niet van af mag wijken, en met name wordt benadrukt door hun onafhankelijke status. Er dient aan te worden herinnerd dat artikel 105 van het Verdrag de door het ESCB uit te voeren

fundamentele taken opsomt, (namelijk het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetaire beleid van de Gemeenschap, het verrichten van valutamarktoperaties, het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten en het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer) met inachtneming van door de besluitvormende organen van het ESCB goedgekeurde richtsnoeren. De ECB en de NCB's hebben in het Eurosysteem specifieke bijkomende beleidstaken, waaronder het verrichten van alle soorten banktransacties met landen buiten het Eurosysteem en met internationale organisaties op grond van artikel 23 van de statuten en, in het geval van de ECB, het beheren van het kapitaal van de ECB, waarop door de NCB's is ingeschreven overeenkomstig de artikelen 28 en 29 van de statuten. Met betrekking tot monetaire beleidsacties wenst de ECB te benadrukken dat Richtsnoer ECB/2000/7 van 31 augustus 2000 betreffende monetaire beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem⁽¹⁾, en inzonderheid bijlage 1 daarvan (Algemene documentatie betreffende monetaire beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem), bepaalt dat tegenpartijen bij monetaire beleidsacties van het Eurosysteem moeten voldoen aan bepaalde criteria die zijn vastgesteld op een niet-discriminatoire basis. Het doel is aan een breed scala van kredietinstellingen toegang te verlenen tot monetaire beleidsacties van het Eurosysteem, en op die manier de gelijkheid van behandeling van instellingen in het gehele eurogebied te bevorderen, terwijl tegelijkertijd wordt verzekerd dat in aanmerking komende tegenpartijen van het Eurosysteem voldoen aan bepaalde operationele en bedrijfseconomische vereisten. De vrijstellingen in artikel 2, lid 1, en artikel 2, lid 2, verminderen eventuele onzekerheid betreffende de reikwijdte van door het richtlijnvoorstel verleende rechten en nemen een mogelijke misvatting weg dat de richtlijn beleggingsdiensten beleggingsondernemingen een automatisch recht zou geven tegenpartijen te worden bij transacties van de centrale bank.

8. In de derde plaats, de regels betreffende tussenpersonen. Overeenkomstig artikel 1, lid 2, van het richtlijnvoorstel, zijn de bepalingen van de artikelen 12 en 13 (organisatorische eisen, handelsproces en afhandeling van transacties in een MTF), alsook de hoofdstukken II en III van titel II (voorwaarden voor bedrijfsuitoefening van beleggingsondernemingen en rechten van beleggingsondernemingen) van toepassing op kredietinstellingen die beleggingsdiensten verlenen. De ECB verwelkomt het van toepassing zijn van deze bepalingen op kredietinstellingen teneinde gelijkwaardige concurrentievoorwaarden te garanderen tussen marktdeelnemers en handelsplatforms en tevens een adequate coördinatie met de bepalingen van Richtlijn 2000/12/EG. De ECB begrijpt ook dat hoofdstuk II van titel IV, dat handelt over samenwerking tussen bevoegde autoriteiten van verschillende lidstaten, niettemin ook van toepassing zal zijn op de grensoverschrijdende verlening van beleggingsdiensten door kredietinstellingen. In feite regelen deze bepalingen samenwerking op toezichtsgebied op een manier die specifiek is voor de grensoverschrijdende verlening van beleggingsdiensten, bijvoorbeeld wat betreft de bescherming van kleine beleggers, ongeacht of deze diensten verleend worden door kredietinstellingen. De

ECB begrijpt dan ook dat het voornoemde hoofdstuk II van titel IV evenzeer van toepassing is op kredietinstellingen als op elke andere verlener van beleggingsdiensten. De ECB merkt tevens op dat een herziening van bijlage I, met een lijst van activiteiten die zijn onderworpen aan wederzijdse erkenning, bij Richtlijn 2000/12/EG, mogelijkelijkerwijze noodzakelijk is. De bevoegde fora uit de banksector zouden kunnen nagaan in hoeverre een dergelijke herziening gerechtvaardigd zou zijn.

9. Daarnaast merkt de ECB op dat, volgens artikel 62 van het richtlijnvoorstel, beleggingsondernemingen die alleen beleggingsadvies verstrekken, vrijgesteld zullen worden van de eisen betreffende kapitaalvereikendheid van Richtlijn 93/6/EEG van de Raad van 15 maart 1993 inzake de kapitaalvereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen⁽²⁾ (richtlijn kapitaalvereikendheid). In feite, zoals wordt gesteld in deel III.1 van de toelichting, resulteert beleggingsadvies niet in marktrisico of systeemrisico, waarop de regelgeving van de richtlijn kapitaalvereikendheid is gebaseerd. Beleggingsadvies kan daarentegen wel een bron zijn van operationeel risico, omdat van ondernemingen die niet de nodige zorgvuldigheid in acht nemen, verlangd kan worden dat ze individuele cliënten schadeloosstellen, waardoor de stabiliteit van de onderneming kan worden aangetast. Om de potentiële noodzaak van schadeloosstelling van beleggers aan te pakken, voert artikel 11, lid 2, van het richtlijnvoorstel de verplichting in dat beleggingsondernemingen die alleen beleggingsadvies verlenen, een beroepsaansprakelijkheidsverzekering afsluiten als alternatief voor de vereisten betreffende het aanvankelijke kapitaal van de richtlijn kapitaalvereikendheid. In dit verband zou de ECB erop willen wijzen dat operationeel risico steeds meer aandacht krijgt in het regelgevende kader, vanwege de potentieel schadelijke effecten op de stabiliteit van een instelling. Met name wordt verwacht dat het herziene EU-kader betreffende kapitaalvereikendheid voor banken en beleggingsondernemingen ook van toepassing zal zijn op operationeel risico dat verbonden is aan het verlenen van beleggingsadvies. In de toekomst worden beleggingsondernemingen die alleen beleggingsadvies verlenen, derhalve wellicht ook onderworpen aan kapitaalvereisten in verband met het operationele risico van een dergelijke activiteit. De ECB stelt derhalve voor dat enig alternatieve oplossing inzake de algemene kapitaalvereisten in de richtlijn kapitaalvereikendheid zorgvuldig moet worden overwogen, en zelfs worden beperkt in werkingssfeer, gezien de aanstaande herziening van het kader inzake kapitaalvereikendheid.
10. Voorts deelt de ECB de door het richtlijnvoorstel aan de orde gestelde zorg betreffende de noodzaak om effectieve maatregelen te nemen tegen mogelijke belangenconflicten. In twee gevallen voorziet het voorstel in dergelijke maatregelen. Overeenkomstig artikel 16, leden 1 en 2, wordt van beleggingsondernemingen vereist dat ze potentiële be-

⁽¹⁾ PB L 310 van 11.12.2000, blz. 1, zoals gewijzigd door Richtsnoer ECB/2002/2 van 7 maart 2002 (PB L 185 van 15.7.2002, blz. 1).

⁽²⁾ PB L 141 van 11.6.1993, blz. 1, laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 98/33/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 204 van 21.7.1998, blz. 29).

langenconflicten bij hun activiteiten onderkennen, en dat ze ter voorkoming van schade afdoende operationele regelingen treffen om dergelijke conflicten te voorkomen of te beheren. Op grond van artikel 36, lid 1, onder a), zal van gereglementeerde markten eveneens worden vereist dat ze regelingen treffen om potentiële negatieve gevolgen van belangenconflicten te onderkennen en aan te pakken, in het bijzonder indien die kunnen voortvloeien uit regelgevende taken die door de bevoegde autoriteit aan de markt zijn gedelegeerd. De ECB verwelkomt deze bepalingen, met name omdat ze instemt met de algemene beoordeling van de Commissie in de toelichting dat de mogelijkheid van belangenconflicten kan toenemen in verband met de toegenomen concurrentie tussen de verschillende methoden om orders uit te voeren, alsook tussen gelijksoortige handelsplatforms. Daarnaast overweegt de ECB dat adequate bepalingen betreffende belangenconflicten voor alle handelsplatforms ook zouden kunnen bijdragen tot het garanderen van gelijkwaardige concurrentievoorwaarden voor spelers op de markt. De ECB zou daarom de volgende opmerkingen willen plaatsen ter versterking van de betreffende bepalingen over belangenconflicten. In de eerste plaats schrijft artikel 16, lid 2, voor dat beleggingsondernemingen preventieve maatregelen nemen tegen mogelijke belangenconflicten tussen henzelf en hun cliënten of dat ze organisatorische en administratieve regelingen treffen en handhaven om dergelijke conflicten te beheren. Het richtlijnvoorstel kan echter zo worden geïnterpreteerd, als zou het preventieve en beschermende vereisten als alternatieven noemen, alhoewel deze in het algemeen, ook in de academische literatuur, worden gezien als elkaar aanvullend in het kader van het toezicht op financiële bemiddelaars en van de bescherming van beleggers in het bijzonder. Het lijkt bijvoorbeeld redelijk om het bestaan van een belangenconflict aan een cliënt mede te delen alvorens een transactie uit te voeren, en niet pas zodra een dergelijk conflict nadelige gevolgen blijkt te hebben. Tegen deze achtergrond is de ECB van mening dat het voorgestelde artikel 16, lid 2, preventieve en beschermende maatregelen tegen belangenconflicten als elkaar aanvullend dient te beschouwen en niet als alternatieven. Dit zou ook in overeenstemming zijn met de voorgestelde formulering van artikel 36, lid 1, onder a). In de tweede plaats verwelkomt de ECB de mogelijkheid om artikel 16, lid 2, via Niveau 2-wetgeving effectiever te maken. De ECB merkt echter op dat de andere bepaling in het richtlijnvoorstel die handelt over belangenconflicten (het vernoemde artikel 36 dat gaat over gereglementeerde markten), niet voorziet in even gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen. Vanwege het belang van effectieve maatregelen tegen mogelijke belangenconflicten in het nieuwe regelgevende kader, zou de ECB er voorstander van zijn bepalingen betreffende de comitéprocedure niet alleen op te nemen in artikel 16, maar ook in artikel 36. Een dergelijke op de comitéprocedure gebaseerde aanpak zou niet alleen helpen krachtadig om te gaan met de veranderende aard van belangenconflicten en met de procedures om die aan te pakken, maar zou, waar nodig, ook vergelijkbare werkstandaards bevorderen tussen de verschillende handelsmethoden.

11. In de vierde plaats, het nieuwe regelgevende kader voor de uitvoering van transacties. Terwijl het richtlijnvoorstel vasthoudt aan de bestaande tweeledige classificatie in geregle-

menteerde markten en beleggingsondernemingen, introduceert het de exploitatie van MTF's als een nieuwe hoofddienst van de richtlijn beleggingsdiensten, daarbij de mogelijkheid biedend dat beleggingsondernemingen die dergelijke faciliteiten exploiteren, een vergunning verkrijgen en onderworpen worden aan aangepaste regelgeving. De belangrijke rol die MTF's hebben gespeeld bij de overgang van starre nationale structuren naar grensoverschrijdende handel en grensoverschrijdende allianties, waardoor een efficiëntere exploitatie van de voordelen van de interne markt is mogelijk gemaakt, is een weerspiegeling van de snelle technologische vooruitgang in de afgelopen jaren. Het voorstel om de exploitatie van MTF's op te nemen op de lijst van hoofddiensten van de richtlijn beleggingsdiensten is derhalve welkom, aangezien het de veranderende aard van financiële intermediaatierkent en MTF's in staat stelt hun faciliteiten en diensten in de gehele EU en het gehele eurogebied aan gebruikers ter beschikking te stellen. Voorts geeft het richtlijnvoorstel regels inzake tussenpersonen die orders van cliënten intern uitvoeren. Om te verzekeren dat de belangen van cliënten niet op het spel worden gezet door belangenconflicten, worden beleggingsondernemingen onderworpen aan verplichtingen van „optimale uitvoering” en aan regels voor de uitvoering van orders van cliënten.

12. Er is altijd een wisselwerking tussen concurrentie en concentratie in handelsactiviteit. Concentratie verbetert de liquiditeit van markten en verhoogt de efficiëntie van het mechanisme van prijsontdekking. Liquiditeiten trekken meer liquiditeiten aan en, als gevolg van deze cirkelbeweging, wordt de meest succesvolle markt een natuurlijk monopolie. Door de jaren heen zijn op nationaal niveau dergelijke efficiënte natuurlijke monopolies ontstaan. Er bestaat echter ook de vrees dat nationale monopolies in een nieuwe omgeving obstakels voor vernieuwing en efficiëntie kunnen zijn, nu de gemeenschappelijke munteenheid vraagt om te komen tot geïntegreerde financiële markten voor de gehele EU en het gehele eurogebied. De voorgestelde afschaffing van de in de huidige richtlijn beleggingsdiensten opgenomen regel dat de handel moet worden geconcentreerd op gereglementeerde markten, samen met een nieuw geharmoniseerd juridisch kader waarin de nieuwe handelsplatforms erkenning vinden, zal de concurrentie bevorderen door het deze handelsplatforms mogelijk te maken de gevestigde posities van gereglementeerde markten aan te vechten. De resulterende versterkte concurrentie zal het ontstaan van een efficiënte en geïntegreerde pan-Europese financiële markt bevorderen, hetgeen ook in het belang van de ECB is. Niet kan worden uitgesloten dat intensievere concurrentie tussen handelsplatforms in deze nieuwe omgeving tot tijdelijke fragmentatie van de markt leidt met mogelijk negatieve gevolgen voor koersvorming. Het richtlijnvoorstel pakt dergelijke bezwaren echter op een efficiënte manier aan door de markttransparantie te vergroten. In dit kader merkt de ECB op dat het van cruciaal belang is te zorgen voor de juiste koerstransparantie met betrekking tot alle plaatsen van uitvoering zodat concurrentie de algehele marktefficiëntie verhoogt. Daarnaast geeft het richtlijnvoorstel regels inzake „optimale uitvoering” teneinde door middel van ruimere informatieverstrekking over de kwaliteit van uitvoering te

verzekeren dat tussenpersonen praktijken voor het routen van orders hanteren waardoor voor beleggers op de verschillende marktplatforms de best mogelijke voorwaarden gelden.

13. Zoals ook wordt opgemerkt in deel II van de toelichting, zijn financiële regelgevers en commentatoren het er meer en meer over eens dat een doeltreffende regelgeving op het gebied van transparantie ervoor kan zorgen dat de voordelen van concurrentie tussen plaatsen voor de uitvoering van orders kunnen worden benut, terwijl eventuele nadelige gevolgen voor de algehele marktefficiëntie beperkt blijven, bijvoorbeeld in de vorm van fragmentatie. Markttransparantie wordt over het algemeen van cruciaal belang geacht voor zowel de eerlijkheid als de efficiëntie van een markt, en met name voor de liquiditeit ervan en de kwaliteit van de koersvorming. Het zou daarom wenselijk zijn om over een samenhangend transparantiestelsel te beschikken per categorie activa dat op alle plaatsen van uitvoering van toepassing is. Een transparantiestelsel dat slechts van toepassing is op gereguleerde markten en de uitvoering van orders „buiten de beurs om” veronachtzaamt, zal slechts een gedeeltelijk bereik hebben en niet optimaal functioneren, aangezien transacties buiten de beurs om handelsinformatie kunnen bevatten die relevant is voor beleggingsbeslissingen. Daarom wordt betoogd dat alle marktdeelnemers in staat moeten zijn om informatie over dergelijke transacties of handelsbelangen in hun beleggingsbeslissingen mee te nemen en daardoor een maximale efficiëntie van de koersvorming te bewerkstelligen. Om dergelijke ongewenste gevolgen te voorkomen, stelt de Commissie voor de markttransparantie te vergroten door de verplichting op te leggen de bied- en laatkoersen bekend te maken waarop de markt bereid is de transacties af te sluiten (transparantie vooraf) op alle handelsplatforms. Voorts worden rapportageverplichtingen opgelegd met betrekking tot de prijs en omvang van transacties die door de desbetreffende entiteiten zijn uitgevoerd (transparantie achteraf). In beginsel verwelkomt de ECB deze regels als een stap in de richting van het fundamentele doel om beleggers in staat stellen de meer efficiënte handelsplatforms te kiezen. Als gevolg zal liquiditeit uiteindelijk naar de efficiëntere markten vloeien, met als resultaat verbetering in koersvorming.

14. De ECB merkt echter op dat het, om dit doel te bereiken, ook noodzakelijk zou zijn de middelen te verschaffen voor een volledige vergelijking van de door de verschillende handelsplatforms voor dezelfde financiële instrumenten geboden koersvoorwaarden. Dit zou kunnen worden bereikt door informatie betreffende koersen van financiële instrumenten zoveel mogelijk op Europees niveau te consolideren. Gezien de vooruitgang op technologisch gebied, kan de regel van „optimale uitvoering” inderdaad alleen werken indien beleggers en tussenpersonen informatie hebben over de noteringen op elk handelsplatform waar effecten worden verhandeld. In een volledig geïntegreerde Europese markt, kan optimale uitvoering (beste biedkoers/beste laatkoers) alleen betrekking hebben op de gehele EU en gebaseerd zijn op noteringen die in de gehele EU beschikbaar zijn. De consolidatie van informatie dient te garanderen

dat het de grondslag vormt voor toepassing van de „beste prijs” op de betreffende transactie. Aangezien de andere belangrijkste barrière voor een dergelijke vergelijking, het bestaan van verschillende munteenheden, in het eurogebied met de invoering van de gemeenschappelijke munt is geëlimineerd, is er inderdaad een sterk argument voor het consolideren van koersinformatie op het niveau van de EU of het eurogebied. Een dergelijke consolidatie zou in de eerste plaats door de particuliere sector dienen te worden nagestreefd, waarbij dient te worden verzekerd dat dergelijke informatie volledig beschikbaar is voor alle belangstellenden. Overheidsinstanties zouden als katalysator kunnen optreden door collectieve actie in de particuliere sector te bevorderen ter oplossing van eventuele coördinatieproblemen.

15. Voorts merkt de ECB op dat het richtlijnvoorstel de verplichtingen inzake transparantie vooraf en achteraf beperkt tot transacties in aandelen die op gereguleerde markten staan genoteerd, waarbij bijvoorbeeld transacties in op gereguleerde markten genoteerde schuldbewijzen worden uitgesloten. In dit verband is het noemenswaardig op te merken dat aan het eind van 2002 het nominale uitstaande bedrag van op gereguleerde markten genoteerde schuldbewijzen die mogelijk in aanmerking kwamen voor kredietoperaties in het Eurosysteem, groter was dan de marktkapitalisatie van de aandelenmarkten in de EU. Met andere woorden het richtlijnvoorstel sluit een zeer belangrijke categorie activa uit van de verplichtingen inzake transparantie vooraf en achteraf. Daarnaast geeft noch het richtlijnvoorstel, noch de toelichting een verklaring van de redenen voor deze beperkte oplegging van de verplichtingen inzake transparantie vooraf en achteraf. Deel II van de toelichting stelt daarentegen dat de kern van het richtlijnvoorstel een efficiënt transparantiestelsel is zodat marktdeelnemers kunnen beschikken over passende informatie over de voorwaarden van recente transacties en handelsmogelijkheden op alle markten, over handelsfaciliteiten en over andere plaatsen voor de uitvoering van transacties in de gehele EU (¹). In lijn met deze verklaring, verwijst artikel 23 van het richtlijnvoorstel naar alle in bijlage I opgesomde financiële instrumenten in verband met de verplichtingen inzake transparantie. In de artikelen 25, 26, 27, 28, 41 en 42 worden de verplichtingen inzake transparantie vooraf en achteraf echter tegen de verwachting in beperkt tot aandelen.

16. De ECB benadrukt dat de toepassing van de nieuwe regels inzake transparantie op zowel schuldbewijzen als aandelen een belangrijke bijdrage zou leveren aan de efficiëntie van het koersvormingsproces voor deze effecten en voor het behoud van marktintegriteit. Wat de eerste aangelegenheid betreft, merkt de ECB op dat de overgrote meerderheid van activa die in aanmerking komen voor kredietoperaties in het Eurosysteem, op een gereguleerde markt genoteerde schuldbewijzen zijn. Deze activa worden echter vaak verhandeld op alternatieve (d.w.z. niet-gereguleerde)

(¹) Zie toelichting, blz. 13.

teerde) platforms. In dergelijke gevallen is de geregleme- teerde markt waar de activa genoteerd staan, wellicht niet de beste bron van koersinformatie. Het bepalen van een geschikte referentiebron van koersinformatie voor de in aanmerking komende activa is van groot belang voor het Eurosysteem, aangezien de waardering van dergelijke activa en het treffen van risicocontrolemaatregelen vrijwel volledig gebaseerd zijn op marktkoersen. Het is daarom belangrijk voor het Eurosysteem dat de verplichtingen inzake transparantie niet alleen gelden voor de geregleme- teerde markt waar activa genoteerd staan, maar ook voor de alternatieve handelsplatforms, waar een aanzienlijk deel van de transacties plaatsvindt, om op die manier te zorgen voor correcte koersvorming. Zoals de Commissie ook op- merkt in de toelichting, vormen de MTF's thans de voor- naamste georganiseerde plaatsen voor de handel in obli- gaties, maar vertegenwoordigen ze slechts 1 % van het volume van de aandelentransacties in de EU ⁽¹⁾. Het beper- ken van de verplichtingen inzake transparantie vooraf en achteraf tot aandelen zou daarom noodzakelijkerwijs bete- kenen dat de voorgestelde transparantieregeling slechts een zeer klein deel van de MTF's zou bestrijken. Dit is niet volledig in overeenstemming met de doelstellingen van het richtlijnvoorstel. Voorts wordt algemeen erkend dat koerstransparantie gunstig is voor de marktintegriteit. In- dien diegenen die willen handelen, maximale informatie kunnen verkrijgen over actuele bied- en laatkoersen en over recente transacties voor een groot aantal faciliteiten waar een instrument wordt verhandeld, zoals wordt gesteld in standaard 3 van de Standaards voor Alternatieve Han- delssystemen uitgevaardigd door het Comité van Europese Effectenregelgevers, zal dat de koerstransparantie vergro- ten. Dus, het beperken van de toepassing van transparan- tiereregels tot aandelen zou de autoriteiten die belast zijn met het opsporen van marktmisbruik, de mogelijkheid ontnemen hun taken uit te voeren met betrekking tot de markten voor schuldpapier.

17. De ECB merkt op dat volgens artikel 60 van het richtlijn- voorstel, de Commissie uiterlijk vier jaar na de inwerking- treding van het richtlijnvoorstel aan het Europees Parle- ment en de Raad verslag uitbrengt over de mogelijke uit- breiding van de reikwijdte van de bepalingen betreffende de verplichtingen inzake transparantie vooraf en achteraf tot transacties in andere categorieën financiële instrumen- ten dan aandelen. De ECB beveelt echter aan dat de Com- missie het toepassingsgebied van de transparantieregels heroverweegt en uitbreidt tot schuldbewijzen of tot alle op geregleme teerde markten genoteerde financiële instru- menten. Indien dit niet mogelijk is, dient de in artikel 60 genoemde periode te worden verkort tot twee jaar.

18. In de vijfde plaats, de regels betreffende clearing- en af- wikkelingssystemen. De ECB verwelkomt het besluit van de Commissie om de regeling van clearing en afwikkeling niet in het richtlijnvoorstel op te nemen, en is het eens met de eraan ten grondslag liggende redenen zoals uiteengezet in deel V.1 van de toelichting. De efficiënte clearing en af- wikkeling van effectentransacties is inderdaad van cruciaal belang voor de ordelijke werking van effectenmarkten, de

vlotte afhandeling van monetaire beleidstransacties en de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel. Vanwege het belang voor het financiële stelsel van exploitanten die der- gelijke diensten aanbieden, en vanwege de complexiteit van de technische aspecten en overwegingen van algemeen belang die erbij betrokken zijn, dient de regeling van deze specifieke marktfuncties apart aan de orde te worden ge- steld. Aan de andere kant vereist de nauwe relatie tussen handel en transactieverwerking een gecoördineerde rege- ling. De ECB beveelt de Commissie daarom aan een ade- quate regeling voor clearing en afwikkeling op te zetten. De ECB is zeer geïnteresseerd in de huidige discussie over de inhoud van een communautair programma inzake een infrastructuur voor transactieverwerking en zegt de Com- missie haar volledige steun toe bij het uitzetten van de hoofdlijnen van een beleid als grondslag voor eventuele voorgestelde acties.

19. In het licht van het bovenstaande beperkt het richtlijnvoor- stel zich op het gebied van clearing en afwikkeling tot het verduidelijken van de rechten van beleggingsondernemin- gen en leden van en deelnemers aan geregleme teerde markten op toegang naar keuze tot in andere lidstaten gelegen clearing- en afwikkelingsfaciliteiten. Volgens artikel 32, lid 1, dragen de lidstaten er zorg voor dat beleggings- ondernemingen uit andere lidstaten rechtstreeks of middel- lijk toegang kunnen krijgen tot de op hun respectieve grondgebied gelegen centrale-tegenpartij-, clearing- en af- wikkelingssystemen voor de afhandeling van transacties in financiële instrumenten, en dat de toegang tot dergelijke systemen afhankelijk wordt gesteld van dezelfde trans- parante en objectieve zakelijke criteria als voor lokale deel- nemers gelden. Met name kunnen lidstaten het gebruik van deze systemen niet beperken tot de clearing en afwikkeling van transacties in financiële instrumenten welke op een op hun respectieve grondgebied gelegen geregleme teerde markt of MTF zijn afgesloten. Volgens artikel 32, lid 2, dragen de lidstaten er eveneens zorg voor dat op hun grondgebied gelegen geregleme teerde markten aan recht- streekse en middellijke leden of deelnemers, alsmede aan leden of deelnemers op afstand, het recht verlenen het systeem aan te wijzen voor de afwikkeling van de op de betrokken geregleme teerde markt afgesloten transacties in financiële instrumenten. De ECB ondersteunt de opvatting dat alle beleggingsondernemingen gelijke mogelijkheden dienen te hebben om lid te worden van of toegang te hebben tot geregleme teerde markten in de gehele Ge- meenschap, en deelt de opvatting dat, ongeacht de manier waarop de transacties thans in lidstaten worden georgan- iseerd, het belangrijk is om technische en juridische beper- kingen op de rechtstreekse en middellijke toegang, alsook op de toegang op afstand, tot geregleme teerde markten af te schaffen. De ECB deelt eveneens de opvatting dat, ten- einde de afhandeling van grensoverschrijdende transacties te vergemakkelijken, het aanbeveling verdient clearing- en afwikkelingsystemen in de gehele Gemeenschap toeganke- lijk te maken voor beleggingsondernemingen, met inbegrip van die welke MTF's exploiteren, ongeacht of de transacties zijn afgesloten op geregleme teerde markten in de betrok- ken lidstaat. Wat betreft de toegang tot en keuze van centrale tegenpartijen, heeft de ECB haar zienswijze betref- fende de noodzaak van open toegang ter verzekering van gelijkwaardige concurrentievoorwaarden voor dienstver- leners reeds kenbaar gemaakt.

⁽¹⁾ Zie het kader over Nieuwe ontwikkelingen op het gebied van de financiële handel in de EU op pagina 8 van de toelichting.

20. De ECB deelt de opvatting van de Commissie dat van beleggingsondernemingen die rechtstreeks aan afwikkelingsystemen van partnerlanden wensen deel te nemen, moet worden verlangd dat zij aan de relevante operationele en zakelijke vereisten voor het lidmaatschap voldoen en zich voegen naar de prudentiële maatregelen om de goede en ordelijke werking van de financiële markten te waarborgen, zoals gesteld wordt in overweging 35. De ECB begrijpt dat de term „prudentiële maatregelen” geen betrekking heeft op de interne risico- en controlemaatregelen van de systeemprovider, maar op maatregelen die worden getroffen door overheidsinstanties die belast zijn met de ordelijke werking van de financiële markten. Dit dient daarom in de formulering van het richtlijnvoorstel tot uitdrukking te worden gebracht door niet alleen prudentiële maatregelen te vermelden, maar ook toezicht, aangezien de goede en ordelijke werking van de financiële markten ook kan worden verzekerd door andere regelgevingsmaatregelen die in lidstaten zijn getroffen.
21. Volgens artikel 32, lid 2, geldt het recht van leden van of deelnemers aan een gereglementeerde markt om het systeem aan te wijzen voor de afwikkeling van op de betrokken gereglementeerde markt afgesloten transacties in financiële instrumenten, onder andere, op voorbehoud dat „de voor de gereglementeerde markt bevoegde autoriteit bevestigt dat de technische voorwaarden voor de afwikkeling van op de betrokken gereglementeerde markt afgesloten transacties via een ander afwikkelingsstelsel dan datgene dat door de gereglementeerde markt is aangewezen, een goede en ordelijke werking van de financiële markten mogelijk maken”. In lijn met de voorafgaande opmerking dient te worden opgemerkt dat de deskundigheid om zorg te dragen voor een goede en ordelijke werking van financiële markten zou kunnen berusten bij andere autoriteiten dan de marktautoriteiten, bijvoorbeeld autoriteiten die specifiek deskundig zijn in de clearing en/of afwikkeling van (op een gereglementeerde markt afgesloten) effectentransacties, op grond van de regelgeving van elke lidstaat. De formulering van artikel 32 dient ook rekening te houden met deze autoriteiten en mogelijk hun respectieve rollen te coördineren. Daarnaast zou het wenselijk kunnen zijn geharmoniseerde minimumvereisten op te leggen, in plaats van het recht van aanwijzing afhankelijk te maken van specifieke bevestiging door de bevoegde autoriteit(en). In dit verband dient het belang en/of de deskundigheid van centrale banken in de goede werking van de clearing en afwikkeling van effecten te worden erkend. De ECB begrijpt dat de Commissie, wanneer ze het Comité van Europese Effectenregelgevers om advies vraagt, het Comité ook zal machtigen de NCB's te raadplegen betreffende de uitvoeringsmaatregelen van artikel 32, lid 4.
22. De ECB begrijpt dat artikel 32, lid 4, beoogt objectieve criteria op te stellen voor de bevoegde autoriteiten om de aanwijzing van een bepaald systeem door middelrijke leden of leden op afstand van of deelnemers aan een binnenlandse gereglementeerde markt te beoordelen. Het is van vitaal belang te verzekeren dat deelnemers niet de indruk krijgen dat de bevoegde autoriteiten discrimineren ten gunste van binnenlandse systemen indien deze autoriteiten het niet eens zijn met een bepaalde aanwijzing, mits hun beslissing wordt gebaseerd op objectieve en geharmoniseerde criteria. Zodra de betreffende besluitvormingsinstanties de aanbevelingen van het ESCB en het Comité van Europese Effectenregelgevers hebben goedgekeurd, zouden ze als referentie kunnen dienen voor de NCB's en andere bevoegde autoriteiten.
23. In de zesde plaats, uitwisseling van informatie en rapportageverplichtingen. De ECB verwelkomt artikel 54, lid 6, dat een eventuele juridische barrière wegneemt voor informatie-uitwisseling tussen bevoegde autoriteiten en de leden van het ESCB, waaronder inbegrepen de NCB's en de ECB, ten behoeve van het uitvoeren van hun respectieve taken. De toenemende integratie van financiële markten binnen de EU en het eurogebied vraagt zonder twijfel om meer inspanning tot samenwerking en om snelle en efficiënte uitwisseling van relevante informatie. Met name dienen de betreffende toezichhoudende autoriteiten hierbij op een multinationale en multisectorale basis te worden betrokken, alsook de NCB's.
24. Ten slotte merkt de ECB op dat volgens artikel 56 van het richtlijnvoorstel lidstaten van ontvangst voor statistische doeleinden kunnen verlangen dat alle bijkantoren op hun respectieve grondgebied aan hen periodiek verslag uitbrengen van hun activiteiten. De ECB zou erop willen wijzen dat een subgroep van beleggingsondernemingen en bijkantoren deel uitmaakt van de referentiepopulatie van de ECB om te voldoen aan de statistische rapportageverplichtingen van de ECB, zoals bepaald in artikel 1 van Verordening (EG) nr. 2533/98 van de Raad van 23 november 1998 met betrekking tot het verzamelen van statistische gegevens door de Europese Centrale Bank⁽¹⁾. Om de rapportage last zo klein mogelijk te houden, beveelt de ECB aan dat de autoriteiten de reeds beschikbaar zijnde statistische gegevens controleren en een eventuele extra verplichting om statistieken te verzamelen opleggen op grond van artikel 56 van het richtlijnvoorstel. Bovendien zou de ECB, indien op grond van dit artikel informatie wordt verzameld, een uitwisseling van informatie verwelkomen.
25. Dit advies wordt gepubliceerd in het *Publicatieblad van de Europese Unie*.

Gedaan te Frankfurt am Main op 12 juni 2003.

De President van de ECB

Willem F. DUISENBERG

(¹) PB L 318 van 27.11.1998, blz. 8.